

УДК 336.76

ФИКТИВНЫЙ КАПИТАЛ: РАЗВИТИЕ ФОНДОВЫХ БИРЖ В СТРАНАХ СНГ

Ведута Е.Н.¹, Гуляев Р.А.²

^{1,2}Московский государственный университет им. М. В. Ломоносова, Москва

Анализируются понятия фиктивного капитала, формы его существования и механизмы циркуляции. Подчеркивается определяющая роль фондовых бирж в данном процессе и описывается их история развития в странах СНГ. Показана эволюция фондовых бирж в различных странах СНГ, выявлены общие и различные черты, их текущее состояние и направления дальнейшего развития.

Ключевые слова: капитал, фиктивный капитал, фондовая биржа.

В настоящее время мировая экономика находится в состоянии затяжной рецессии. Специалисты указывают на то, что она, как и экономика стран СНГ, так и не смогли полноценно оправиться от мирового кризиса, начавшегося на рынке ипотечного кредитования США в 2007 году. Специалисты указывают на то, что причинами этого стали хаос в управлении мировой экономикой, и переоценка монетарных методов борьбы с кризисом [1]. В этих условиях предприятиям и государству становится жизненно необходимо отдавать предпочтение реальным инвестициям, а не спекуляциями. Необходимо понимание, что успех лежит в сфере перехода от стихийного развития экономики и участия в международных спекуляциях, направленных на перераспределение мирового валового продукта с помощью фиктивного капитала, к развитию реального производства.

Капитал, согласно общепринятому определению, это производственные отношения между собственником производства и наемными работником (владельцем трудового капитала), заключающееся в том, что собственник несет затраты на наемную рабочую силу и другие факторы производства с целью получения прибавочной стоимости.

Капитал, участвующий в процессе производства, позднее получил название действительного или производственного капитала. Исторически, именно эта форма капитала являлась главной. Естественным образом в процессе товарного оборота выделяются и другие формы капитала, существующего в товарной и денежных формах. В дальнейших исследованиях по ходу развития мировой экономики различными авторами выделялись и другие виды капитала: ссудный, финансовый, трудовой, человеческий, фиктивный и др.

Фиктивный капитал имеет собственное движение, отличное от кругооборота действительного капитала как в производственной, так и в денежной формах, и является инструментом перераспределения дохода (произведенного за данный период) или богатства (произведенного за предшествующие периоды) [2]. В последние десятилетия с развитием хеджевых фондов и глобализацией фондовых рынков транснациональный фиктивный капитал стал играть все более заметную роль в мировой экономике, усиливая волатильность рыночных котировок и провоцируя разрушительные экономические кризисы [3].

Фиктивный капитал образуется не в процессе денежного кругооборота производственного капитала, а вследствие приобретения ценных бумаг, дающих право на получение нетрудового дохода. Первоначальной формой фиктивного капитала являлись облигации государственных займов в период до монополистического капитализма и "свободной конкуренции".

Важнейшей предпосылкой формирования фиктивного капитала явилось образование банковского капитала – совокупность временно свободных средств, как размещенных на банковских счетах, так и в наличной форме, а также кредитные обязательства предприятий перед банковским сектором. В процессе интеграции данного капитала с производственным во второй половине XIX века привел к ускоренному развитию с одной стороны производственных предприятий, с другой – банков. Это способствовало реализации капиталоемких проектов, ускорению темпов экономического роста в макроэкономических масштабах, однако впоследствии бизнесу потребовалось привлечение еще большего объема средств, по своей форме отличных от традиционного банковского кредитования. Такой формой становится эмиссия акций.

Объективно происхождение фиктивного капитала было обусловлено необходимостью расширения возможностей предприятий с целью обновления и развития производства, осуществления капиталоемких проектов. Еще в первой половине XIX века крупнейшие транспортные, металлургические компании ведущих капиталистических держав преобразуются в акционерные общества, с тем, чтобы через выпуск акций (как первичной, так и последующих эмиссий) получить средства инвесторов взамен на право голоса в управлении обществом и дивиденды в зависимости от получаемой прибыли.

Превращение капитализма в государственно-монополистический способствовало образованию акционерных обществ (впоследствии превращавшихся в более развитые монополистические объединения – тресты, картели и т. д.) и, как следствие, появлению нового вида ценных бумаг – акций. Позднее с целью привлечения дополнительного финансирования частные компании также стали эмитировать долговые ценные бумаги. Так сложилась общая структура фиктивного капитала: акции, облигации частного сектора и государственные облигации. Далее фиктивный капитал продолжает саморазрастаться почти бесконтрольно, и в условиях спекулятивных сделок и массовой фетишизации приобретает самостоятельную динамику, не зависящую от реального капитала. Такое независимое движение ведет к серьезному разрыву между его рыночной стоимостью и балансовой, между действительными материальными ценностями и их фиктивной стоимостью, отраженной в ценных бумагах.

Основным каналом циркуляции фиктивного капитала в стали фондовые биржи, осуществлявшие координацию денежных потоков и трансформацию сбережений в инвестиции. На сегодняшний день в развитых странах существуют три главных рынка ценных бумаг: первичный (выпуск новых ценных бумаг), вторичный (обращение уже существующих ценных бумаг) и внебиржевой (банки, инвестиционные компании). Фондовая биржа представляет собой традиционно постоянно действующий рынок ценных бумаг с определенным местом и временем по продаже и покупке ранее выпущенных ценных бумаг. Кроме того, в конце XX века стали набирать обороты прямые сделки с ценными бумагами между кредитно-финансовыми организациями. Таким образом, на сегодняшний момент в мире существует

множество как биржевых, так и внебиржевых площадок, на которых оборачивается фиктивный капитал.

В СНГ история развития фиктивного капитала в общем и рынка ценных бумаг в частности несколько отличается от европейской модели. Начиная с XVIII века в Российской Империи активно развивался такой институт, как фондовая биржа. Хождение имели не только частные долговые ценные бумаги, но и расписки казначейских домов, облигации государственного займа. Во второй половине XIX века начали массово формироваться акционерные общества, биржа наводняется акциями промышленных и торговых компаний.

После распада СССР государства СНГ по-разному проводили политику в области ценных бумаг, однако можно выявить некоторые общие моменты. Повсеместно требовалась масштабная экономическая трансформация. Главным пунктом программ, нацеленных на организацию рыночной экономики и фондового рынка, фактически стала приватизация предприятий, находившихся в государственной собственности. Формирование финансовой архитектуры неразрывно шло с развитием институтов банковского посредничества, которое явилось основным каналом перераспределения средств в государствах.

Общие черты формирования финансовой инфраструктуры в странах СНГ:

- Скорость перехода к рыночным механизмам. Необходимость выполнить все в кратчайшие сроки не могла не сказаться негативно на результатах преобразований.

- Качество существовавших институтов. Практически полное отсутствие предыдущего релевантного опыта вынудило государства искать оригинальные пути выстраивания финансовой системы.

Тем не менее, существующая политическая и экономическая система различалась в странах СНГ и во многом определила характер формирования фондового рынка:

- Модель фондового рынка в централизованной экономике. В наследство от СССР некоторые страны СНГ получили экономическую систему, характеризовавшуюся большой степенью централизации. Как следствие, на фондовом рынке государство стало играть существенную роль. Важнейшими были следующие аспекты: высокий уровень зарегулированности, большое количество государственной собственности и государственных ценных бумаг, слабое развитие правовых механизмов и рынка ценных бумаг в целом. Примеры: Беларусь, Узбекистан.

- Страны со слабо развитым рынком ценных бумаг. В данных странах так и не сложилась единая площадка торговли ценными бумагами, и все торги происходят стихийно на внебиржевых площадках или в других странах. Пример: Туркменистан.

- Олигополистическая модель фондового рынка. Данная группа включает в себя страны с более развитыми фондовыми рынками и ограниченным участием государства. В эту группу входят как государства с хорошо организованными, но не играющими серьезной роли в экономике фондовыми рынками (например, Грузия, Азербайджан), так и страны с достаточно развитыми и сильными фондовыми рынками, осуществляющими свои функции в экономике в полном объеме (например, Россия, Армения, Казахстан). Тем не менее, торги в основном сосредоточены вокруг ценных

бумаг узкого круга крупных эмитентов, которые определяют общую картину на бирже.

Сформировавшаяся финансовая система в странах СНГ обрела черты системы с преобладанием банковского сектора, который как посредник играл большую роль, чем рынок ценных бумаг.

В начальный период правительства стран столкнулись с недостаточностью правовой базы, на которую опирался процесс приватизации, а также с тем, что несмотря на формирование слоя собственников в результате процесса первичного накопления капитала, существующая инфраструктура рынка ценных бумаг не отвечала требованиям увеличившегося оборота фиктивного капитала. Кроме того, новый класс собственников через группы давления выдвинул инициативу по доработке существующего законодательства с целью закрепления существующего распределения ценных бумаг и защиты прав и законных интересов их владельцев. В этих условиях активизировалось государственное регулирование рынка ценных бумаг. Фактически, законодательства в странах СНГ формировались очень похожим образом.

Например, в России вступили в силу Гражданский кодекс РФ, Федеральные законы «Об акционерных обществах», «О рынке ценных бумаг», «Концепция развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации». В них были четко обозначены правовые основы, главные факторы, проблемы и направления дальнейшего реформирования данной отрасли. В качестве приоритетных задач государства были выделены следующие:

- Защита частной собственности как основы формирующейся социально-экономической системы.
- Обеспечение инфраструктурной и информационной безопасности участников фондового рынка.
- Активное участие государства в поддержании (как правовом, так и финансовом), регулировании, и функционировании (государство как крупнейший игрок) фондовой биржи.
- Необходимость постепенной передачи большей части вышеуказанных функций участникам рынка [4].

Была создана соответствующая инфраструктура, включающая фондовые биржи, депозитарии, клиринговые организации. Согласно оценкам Европейского Банка Реконструкции и Развития лишь 4 страны СНГ соответствовали требованиям Международной организации регуляторов рынков ценных бумаг, а именно Россия, Казахстан, Армения и Кыргызстан, в то время как наихудшие результаты продемонстрировали Туркменистан и Таджикистан.

В качестве примера того, как функционировал фиктивный капитал в этот промежуток времени, и как он использовался в целях централизации капиталов, рассмотрим историю приватизации нефтяной отрасли в России в первой половине 1990-х.

По первоначальному замыслу предполагалось создание нескольких вертикально интегрированных холдингов под государственным контролем: капитал компаний делился на 25% привилегированных и 75% обыкновенных акций; 51% обыкновенных акций (то есть 38% всего капитала) передавался государству сроком на три года. Остальные распределялись между сотрудниками компании и продавались на чековых аукционах. В силу информационной асимметрии и низкой правовой культуры населения большая

часть капитала оказалась сосредоточена в руках финансовой олигархии, за исключением крупных пакетов акций, находившихся в собственности государства. В марте 1995 года руководители крупнейших банков предложили Правительству восполнить дефицит бюджета, существовавший на тот момент, с помощью кредитов под залог пакетов акций нефтяных компаний. Стоит отметить, что суммы кредитов были значительно меньше реальной стоимостью предприятий. В 1997 году наступила дата погашения, кредит государством возвращен не был, поэтому банки устроили залоговые аукционы для реализации ценных бумаг и восполнения убытков. Стоит отметить, что данные аукционы проходили в закрытом режиме, туда не допускались иностранные организации и третьи лица. Таким образом, все залоговые пакеты перешли структурам, подконтрольным руководству банков, а государство утратило контроль над всеми компаниями, кроме «Роснефти» и «Транснефти». Таким образом, с помощью фиктивного капитала в кризисный для государства период была проведена централизация капитала нефтяных компаний крупными банками по ценам, значительно ниже рыночных.

В дальнейшем, централизация в отрасли происходила стремительно. Уже в XXI веке на рынке осталось лишь около половины компаний, организованных изначально, а на настоящий момент (в 2016 году) на рынке осталось лишь 5 крупных игроков: Лукойл, Сургутнефтегаз, Газпромнефть, Татнефть, Роснефть – из которых только первые две являются частными. Схожие процессы протекали и в других отраслях народного хозяйства на территории СНГ.

Кроме того, в 1990-е годы государства СНГ начали выпуск долговых государственных ценных бумаг с целью сокращения бюджетного дефицита. В реальности это привело к уменьшению денежной массы и свободных инвестиционных ресурсов в экономике в краткосрочном периоде, а также к падению темпов роста валового национального продукта и росту нагрузки на бюджет в результате необходимости выплаты процентов по ранее выпущенным ценным бумагам.

В результате проведенных реформ в странах СНГ сложилась смешанная модель фондового рынка. Это означает, что активными игроками наравне с коммерческими банками являются небанковские инвестиционные институты. К ценным бумагам относят следующие документы: государственная облигация, облигация, вексель, чек, депозитный и сберегательный сертификаты, банковская сберегательная книжка на предъявителя, коносамент, акция, приватизационные ценные бумаги и другие документы, которые законами о ценных бумагах или в установленном ими порядке отнесены к числу ценных бумаг [5].

На сегодняшний день фондовые рынки СНГ можно охарактеризовать как высокоцентрализованные, то есть торги сосредоточены вокруг малого числа крупных площадок. В некоторых странах с самого начала функционировала единая площадка торгов:

- Фондовая биржа Молдовы
- Кыргызская фондовая биржа
- Республиканская фондовая биржа "Ташкент" (Узбекистан)
- Белорусская валютно-фондовая биржа
- Армянская фондовая биржа (Агтех)
- Грузинская фондовая биржа

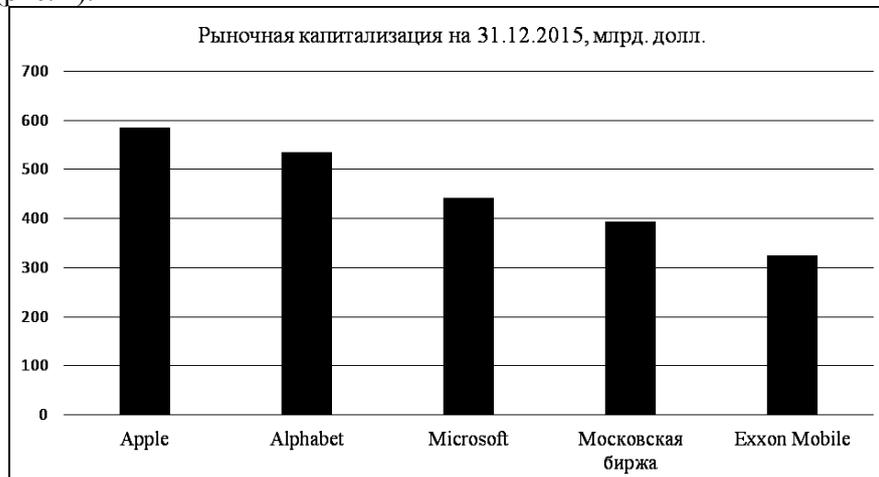
В других странах изначально функционировало несколько бирж (от двух в Казахстане до девяти на Украине). Тем не менее, на сегодняшний момент они или объединились, или торги сосредоточились вокруг одной из них (например, Московская фондовая биржа в России или Казахстанская фондовая биржа).

Кроме того, современным фондовым биржам стран СНГ свойственны следующие черты:

- Слабое развитие финансовой инфраструктуры
- Ограниченная ликвидность активов
- Отсутствие или неразвитость национального рынка производственных финансовых инструментов
- Доминирующее положение государственных ценных бумаг во многих странах

Биржи стран СНГ развиты очень неравномерно: существует существенный разрыв между ведущим фондовым рынком – Московской фондовой биржей – и другими площадками. Они существенно уступают площадкам ведущих зарубежных стран и зачастую даже не имеют оценки международных рейтинговых агентств.

На Московской фондовой бирже, крупнейшей бирже СНГ, ежедневно идут торги по ценным бумагам порядка 750 российских эмитентов, их суммарная капитализация на конец 2015 года составляла 28,7 трлн. руб. [<http://moex.com>] На фондовой бирже ММВБ ежедневно идут торги по акциям свыше 300 компаний, включая ОАО «Газпром», РАО «ЕЭС России», ОАО «Сбербанк России», ОАО «ГМК Норильский никель», ОАО «Лукойл», ОАО «Ростелеком», ОАО «Сургутнефтегаз», ОАО «НК «Роснефть», ОАО «Банк ВТБ», ОАО «Татнефть» и др. Тем не менее, российская фондовая биржа все еще сравнительно небольшой по мировым меркам, ее капитализация сравнима с капитализацией крупнейших мировых ТНК, таких как Apple, Exxon Mobile и др. (рис. 1).



Р и с . 1. Рыночная капитализация Московской фондовой биржи на 31.12.2015 в сравнении с крупнейшими мировыми компаниями.

Фиктивный капитал в современной экономике РФ представлен не только фондовой биржей. Внебиржевой рынок в России имеет следующую структуру:

- система торговли государственными ценными бумагами;
- российская торговая система (РТС «Портал»)
- торговая сеть Сбербанка;
- электронные внебиржевые рынки;
- внебиржевые рынки ценных бумаг коммерческих банков.

В итоге сегодня фондовые рынки стран СНГ сильно дифференцированы, но в среднем находятся на достаточно низком уровне развития. Сформулированы базовые правовые и инфраструктурные условия их дальнейшего развития, однако их успех будет зависеть от деятельности государственных органов и экономической обстановки в стране. Кроме того, остался ряд существенных нерешенных проблем, таких как уязвимость национальных фондовых рынков внешним шокам, колебаниям цен на сырье (главным образом, на нефть), а также слабое развитие формальных финансовых институтов и, как следствие, высокая доля теневой экономики.

Дальнейшее реформирование этого сектора не может быть осуществлено в отрыве от преобразований в экономике в целом. Для выхода стран СНГ из глобального кризиса требуется четкое разделение между реальным и фиктивным капиталом на всех уровнях, а также понимание того, что увлечение спекулятивными операциями, имеющим более высокую доходность в краткосрочной перспективе, в среднесрочной ведет к росту волатильности всех показателей и нарастанию разнообразных рисков, а в долгосрочной к системным кризисам и краху мировой экономики в целом. Успех лежит в сфере перехода от хаотичного развития экономики и участия в международных спекуляциях, направленных на перераспределение мирового валового продукта с помощью фиктивного капитала, к развитию действительного капитала и реального производства.

Список литературы

1. Ведута Е.Н. Экономика - это не плавающий доллар, это реальное развитие производства // Новый Крым от 11.02.2015. – 2015.
2. Ведута Е.Н., Гуляев Р.А. Сущность фиктивного капитала и его роль в развитии современного экономического кризиса // Математическое моделирование экономики. №3. Киев. 2015.
3. Ведута Е.Н., Гуляев Р.А. Роль фиктивного капитала в централизации капиталов в условиях современного экономического кризиса // Вестник Тверского государственного университета. №3. Тверь, 2015. С. 32-36.
4. Указ Президента Российской Федерации об утверждении концепции развития рынка ценных бумаг Российской Федерации (в ред. от 16.10.2000 N 1756)
5. Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 № 39-ФЗ

FICTITIOUS CAPITAL: STOCK MARKET DEVELOPMENT IN CIS

E. N Veduta¹. R. A. Gulyaev²

^{1,2}Moscow State University of M. V. Lomonosov, Moscow

Authors analyze the essence of fictitious capital, its forms and circulation mechanisms. They underline importance of stock markets in fictitious capital's circulation and describe its development in CIS. Authors compare their evolution

in different CIS countries, reveal common and different aspects and analyze today situation on stock markets and possibilities for further development.

Key words: *capital, fictitious capital, stock market.*

Об авторах:

ВЕДУТА Елена Николаевна – доктор экономических наук, профессор, заведующая кафедрой стратегического планирования и экономической политики факультета государственного управления, МГУ им. М. В. Ломоносова, e-mail: veduta@list.ru

ГУЛЯЕВ Роман Андреевич, аспирант стратегического планирования и экономической политики факультета государственного управления Московского Государственного Университета (119991, Москва, Ломоносовский проспект, д. 27, корп. 4), email: mail--ru@mail.ru

About the author:

VEDUTA Elena Nikolaevna – doctor of economic Sciences, Professor, head of Department of strategic planning and economic policy, faculty of public administration, MSU M. V. Lomonosov, e-mail: veduta@list.ru

GULJaEV Roman Andreevich, graduate student strategic planning and economic policy, faculty of public administration of Moscow state University (119991, Moscow, Lomonosovsky prospect, 27, korp. 4), email: mail--ru@mail.ru

References

1. Veduta E.N. *Economica – eto ne plavayuchshy dollar, eto realnoe razvitie proizvodstva* // Novy Krym 11.02.2015. – 2015.
2. Veduta E.N. Gulyaev R. A. *Suchshnost fictivnogo capital I ego rol v razvitii sovremennogo ekonomicheskogo krizisa* // *Matematischeskoe modelirovanie ekonomiki*. №3. Kiev, 2015.
3. Veduta E.N., Guljaev R.A. *Rol' fiktivnogo kapitala v centralizacii kapitalov v uslovijah sovremennogo jekonomicheskogo krizisa* // *Vestnik Tverskogo gosudarstvennogo universiteta*. №3. Tver', 2015. S. 32-36.
4. Ukaz Prezidenta RF ob utverzhenii kontsepcii razvitiya rynka tsennyh bumag RFУказ (red. 16.10.2000 N 1756).
5. Federalniy zakon «O rynke cennyh bumag» 22.04.1996 № 39-ФЗ.